

# 媒体关注的治理效应及其治理机制研究<sup>\*</sup>

权小锋 吴世农

**内容提要:**作为法律外的制度,媒体关注是否具有治理效应?其作用机制是什么?这些问题已成为当前财务学研究的热点问题。本文选择 2004—2008 年中国 A 股上市企业为研究样本,聚焦上市公司会计信息的披露问题,系统性分析了媒体关注、盈余操纵及应计误定价之间的关系。研究发现:(1)在控制内生性问题后,媒体关注和管理层盈余操纵存在显著负向关系,表明媒体关注度的提高有助于抑制管理层主观的盈余操纵行为;(2)通过“Mishkin 检验”发现我国 A 股市场整体上存在应计误定价现象,并且这种应计误定价主要是由于操纵性应计误定价引起的,表明管理层的盈余操纵行为是应计误定价的重要成因;(3)通过多种方法联合检验发现媒体关注与应计误定价之间存在显著负向关系,表明媒体关注度的提高能够有效提高市场对会计盈余构成信息的定价效率,减少应计误定价情况的出现。总体来看,媒体关注具有深度治理效应,其作用机制是:媒体关注有效抑制了管理层盈余操纵行为,从而提高了会计信息质量并最终提升了市场对盈余构成信息的定价效率,减少了应计误定价情况的出现。

**关 键 词:**媒体关注 盈余操纵 应计误定价

**作者简介:**权小锋,苏州大学东吴商学院副教授、博士,215021;

吴世农,厦门大学管理学院教授、博士生导师,361005。

**中图分类号:**F276.6 **文章标识码:**A **文章编号:**1002—8102(2012)05—0059—09

## 一、引 言

现代社会,报纸、电视、广播、网络等媒体发挥着收集并传播信息给公众的作用。在正式的法律制度以外,媒体已成为公司治理社会监督及宏观治理环境不可或缺的组成部分(郑志刚,2007)。2001 年 3 月 5 日美国《财富》发表了一篇“安然股价是否太高?”的文章受到公众广泛关注,随着媒体关注的深入,安然公司造假的真相最终浮出水面;2008 年 9 月 11 日《东方早报》一篇“甘肃 14 婴儿同患肾病疑因喝‘三鹿’奶粉所致”的新闻报道引起了国内乳制品行业的“地震”,最终该公司在社会舆论和经营压力之下被迫重组。众多案例表明媒体起到了监督公司的治理作用。然而,现有媒体在公司治理中的角色和作用机制的研究仍十分缺乏。

首先,媒体关注是否具有重要的治理效应?这是本文关注的第一个问题。现有文献对此基本都持肯定态度。在西方发达国家,法律体制比较健全,媒体关注环境宽松,这造成了法律制度和法律外制度(媒体监督机制)之间的良性互动关系,法律制度特别是宪法体系为新闻媒体对企业的监督提供了坚实保障,而新闻媒体的自由报道也促使法律体制更加健全。因此,西方学者对媒体的公司治理角色普遍持肯定态度(Dyck 和 Zingales,2004;Miller,2006;Dyck 等,2008;Joe 等,2009)。

<sup>\*</sup> 本文得到国家自然科学基金青年项目(编号:71002039、71002042)、教育部人文社科青年项目(编号:12YJC630158)的资助,特此致谢。作者感谢香港中文大学范博宏教授、厦门大学潘越教授、吴超鹏副教授以及厦门大学财务学论坛与会学者提出的宝贵建议。当然,文责自负。

国内学者通过对我国制度环境的深入分析发现,当前我国法制体系不健全,执法效率低下,这使得我国法律制度和法律外制度(媒体监督机制)表现出显著的替代关系。因此,在当前投资者法律保护措施薄弱的情况下,我国学者也发现了媒体关注的治理效应(李培功和沈艺峰,2009)。本文另辟新径,从会计信息的披露方面分析媒体关注与管理层盈余操纵行为之间的关系,并通过控制内生性因素探讨和验证媒体关注与管理层盈余操纵之间的负向关系,以期发现媒体关注在约束管理层对会计收益的主观操纵方面的治理效应,揭示媒体关注的治理效应表现。

其次,如果媒体关注具有治理效应,那么其治理机制到底如何运作?当前的研究大多只停留在第一个层次,对媒体关注的治理机制几乎没有涉及,本文在分析媒体关注与盈余操纵之间关系的基础上,通过 Mishkin 检验分析媒体关注对投资者关于会计盈余构成信息的定价影响,探讨伴随媒体的高度曝光和关注,我国 A 股市场的应计误定价特别是操纵性应计误定价是否明显消失,分析盈余构成信息的市场定价效率是否显著提高,从而揭示媒体关注的提高是否能够显著提升市场关于盈余构成信息未来持续性的正确预期。

本文主要研究贡献是:(1)以会计信息作为新的切入点,深入分析了媒体关注对上市公司管理层主观盈余操纵行为的影响,研究发现,在控制内生性影响后,媒体关注同管理层盈余操纵之间存在显著的负向关系,表明媒体的高度报道和关注对上市公司管理层的盈余操纵具有重要的抑制作用,从新的视角验证了媒体关注在我国资本市场存在着重要的治理效应。(2)通过展开媒体关注—盈余操纵—应计误定价之间关系的分析线路,突出了对媒体关注作用机制的认识。研究发现三者具有递进式的逻辑关系,表明就会计信息的披露而言,媒体关注通过抑制管理层盈余操纵行为,提高了会计信息质量并最终提升了市场对会计盈余构成信息的定价效率。

## 二、文献综述与研究假设

### (一)媒体关注与盈余操纵

随着媒体关注度的提高,企业的信息环境会发生改变,内外部信息不对称程度降低,管理层盈余操纵的局限条件会得到加强。盈余操纵行为的动因主要包括薪酬动因、资本市场动因和监管动因。而媒体关注可以抑制公司进行盈余操纵的动机。王克敏和王志超(2007)、权小锋等(2010)研究文献都表明企业管理层会基于自身薪酬的角度对会计盈余进行操纵。Core 等(2007)发现管理层薪酬的负面媒体关注同管理层超额薪酬之间存在正向的关系,揭示了媒体在识别管理层薪酬操纵方面的重要作用。出于资本市场动因和监管动因进行的操纵是企业管理层在权衡行为收益和成本后的选择行为,而媒体的高度关注对管理层盈余操纵行为的收益和成本都会产生显著影响。Miller(2006)发现媒体关注能够有效识别上市企业管理层的会计造假行为。Dyck 和 Zingales(2002)认为媒体关注主要是通过声誉机制参与到企业的公司治理当中,针对上市公司管理层的盈余操纵行为,媒体关注度的提高会提升其行为的成本(特别是声誉成本),同时降低其行为的收益。

由此可见,媒体关注度的提高预期会从以下三方面降低管理层盈余操纵行为:(1)降低企业内外信息不对称程度,压缩盈余操纵的行为空间;(2)引起投资者关注,提高市场公众对管理层盈余操纵的识别概率;(3)媒体关注的加强会提高管理层盈余操纵行为的成本(特别是声誉成本),并且降低其行为的收益。因此本文提出如下假设:

H1:在其他条件不变的情况下,媒体关注与管理层盈余操纵呈显著的负向关系。

### (二)媒体关注与应计误定价

Sloan(1996)首次发现了应计误定价(应计异象)。他通过检验现金流量和会计应计在预测未来企业盈利能力上的差异,发现市场“功能锁定”于会计盈余总额,而无法区别其组成成分之间的差异,高估了会计应计预测未来盈余的能力,相反低估了现金流预测未来盈余的能力,因此基于会计应计的套利策略能够赚取 10% 的超额回报。最终市场对会计应计进行了错误定价,这一现象被称为应计异象。近年来,刘云中(2003)、李远鹏和牛建军(2007)均发现中国股市确实有应计异象。

那么媒体关注如何影响应计误定价呢? Xie(2001)、DeFond 和 Park(2001)发现,异常应计的低持续性和高估价是引起应计异象的主要原因。Richardson 等(2005)对应计利润进行细分,深入研究了应计利润各组成部分的盈余相关性,发现低可靠性的应计利润项目的盈余相关性较差,市场并不能识别这种盈余相关性的区别,没有给出合理定价。这些研究都表明应计误定价的出现主要是由于管理层的主观盈余操纵导致应计利润较低的持续性所致。

可见异常应计的低持续性和高估价是引起应计误定价的主要原因。从持续性的视角来看,假设 H1 成立,媒体关注具有“治理效应”。媒体关注度的提高通过抑制管理层的主观盈余操纵行为,可以显著地降低盈余中异常应计的构成比例,提高盈余构成信息的持续性;另一方面,媒体关注对投资者而言,还具有“认知效应”。Baber 和 Odean(2008)认为媒体报道的增多能够吸引投资者注意力,而李小晗和张鸣(2011)认为投资者注意力是市场中投资者对信息进行反应的重要因素。当投资者注意力分散时,投资者认知资源受到限制,投资者不能够及时、准确地对盈余信息进行解读,会低估现金流的持续性,而高估会计应计的持续性;而当投资者注意力集中时,投资者的认知动机增强,其对盈余构成信息的解读更为透彻,因此对应计和现金流的持续性能够正常进行判断,对盈余构成能够正确定价,因此在“治理效应”和“认知效应”的共同作用下,本文预期媒体关注度的提高会显著降低盈余构成中应计的定价偏差,提出如下假设:

H2:在其他条件不变的情况下,媒体关注与应计误定价呈显著的负向关系。

### 三、实证设计

#### (一)样本选择和数据来源

本文的研究限定在只发行 A 股的公司。样本期间选择为 2004—2008 年,并且按照如下原则选择样本:(1)在未来一年有完整的收益率;(2)删除当年 IPO 的公司;(3)删除金融行业公司;(4)删除每股净资产为负的样本;(5)删除其他财务变量和治理变量数据缺失的样本。另外为消除异常值的影响,本文对除媒体关注、盈余以及盈余构成以外的所有连续变量在 0~1%和 99%~100%之间进行了 winsorize 处理。最终得到 5473 个样本观测值。其中财务数据来自于 CSMAR 和 WIND 数据库,公司治理数据来自于 CSMAR 数据库,媒体关注数据来自于上市公司资讯网(<http://www.cnlist.com/>)深度数据中“公司报道”栏下的新闻报道。

#### (二)主要变量说明

##### 1. 媒体关注

本文用上市公司资讯网新闻条数(用 MR 表示)作为媒体关注的代理指标。这一数据通过上市公司资讯网手工整理得来,具体做法是在该网站逐个键入上市公司代码,在深度数据“新闻报道”栏中对单个公司的新闻报道分时段搜索和整理,以搜索结果中的新闻媒体条数作为“媒体关注”的测度指标。考虑到媒体关注的时间增长趋势及数据异常值的影响,本文对每年上市公司的媒体关注度取十分位数( ${}^R$ MR)。

##### 2. 盈余操纵

本文采用两种方法测定上市公司的盈余操纵行为:应计利润分离法与盈利分布检测法。

应计利润分离法:(1)考虑管理当局相机抉择动机的盈余管理计量模型。本文选用受业绩影响的修正 Jones 模型,其中盈余操纵指标 EM1 为考虑业绩影响的修正 Jones 模型估算的操纵性应计的绝对值。(2)考虑经济基础动机的盈余管理计量模型。本文选用 Ball 和 Shivakumar(2006)(以下简称 BS)模型,其中盈余操纵指标 EM2 为 BS 模型估算的操纵性应计的绝对值。

盈利分布检测法:(1)基于配股动机的操纵。由于本文样本期处于证监会第五次和第六次配股政策之间,本文盈余操纵指标 EM3 设置定义为:上市公司 2004 年和 2005 年 ROE 处于边际区域[6%,7%],而 2006 年及以后年份处于边际区域[0,1%],其数值取 1,其他取 0。(2)基于保牌动机的操纵。由于我国特殊的 ST、PT 制度,企业连续年度亏损就会有被监管部门摘牌的危机,因此亏

损公司为了保牌也具有盈余操纵的动机。借鉴张昕和杨再惠(2007)的研究,本文将盈余操纵指标 EM4 定义如下:上市公司上一年 ROE 低于-20%而本年实现盈利的取 1,其他取 0。

### 3. 股票误定价(MISPRICING)

本文用以下两个指标测度:(1)规模调整的超额收益 SAR。规模调整的超额收益 SAR 是将所有公司在某一年最后一个交易日按照公司规模(股权市值)大小划分为 10 组,然后计算各组的平均持有期收益(计算期间从会计年度 5 月到下年 4 月);最后用个别股票原始持有期收益率(计算期间同上)减去对应组的平均持有期收益计算得出。(2)市场调整的超额收益 MAR。市场调整的超额收益 MAR 是用个别股票原始持有期收益率减去综合市场的持有期收益计算得出。

### (三)回归模型分析

#### 1. 检验 H1 的回归模型设计

$$EM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1^R MR_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 GROWTH_{it} + \alpha_4 LEVEL_{it} + \alpha_5 LNSIZE_{it} + \alpha_6 TOP1_{it} + \alpha_7 TOP31_{it} + \alpha_8 CEO\_SHARE_{it} + \alpha_9 DUAL_{it} + \alpha_{10} BIG4_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it} \quad (1)$$

若假设 H1 成立,则预期  $\alpha_1$  显著为负。其中:

EM 为盈余操纵指标,用 EM1、EM2、EM3、EM4 测度。

EPS、GROWTH、LEVEL、LNSIZE 为公司财务控制变量。EPS 表示公司业绩,用每股盈余测度;GROWTH 表示公司成长性,用主营业务收入增长率测度;LEVEL 表示财务杠杆,用资产负债率测度;LNSIZE 表示公司规模,用总资产的自然对数测度。

TOP1、TOP31、CEO\_SHARE、DUAL、BIG4 为公司治理控制变量。TOP1 表示股权集中度,用第一大股东持股比例测度;TOP31 表示股权制衡度,用(前三大股东持股比例-第一大股东持股比例)/第一大股东持股比例测度;CEO\_SHARE 表示管理层持股,当管理层持股时,取 1,否则取 0;DUAL 表示两职合一,若董事长和总经理两职合一,则取 1,否则取 0;BIG4 表示审计质量,当会计报表被“四大”审计时取 1,否则取 0;IND 和 YEAR 表示控制行业和年份固定效应。

#### 2. 检验 H2 的回归模型设计

$$MISPRICING_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 MR\_high_{it} + \alpha_2^R DA_{it} + \alpha_3 MR\_high_{it} \times^R DA_{it} + \alpha_4 BETA_{it} + \alpha_5 LNSIZE_{it} + \alpha_6 BM_{it} + \alpha_7 SOPH_{it} + \alpha_8 FOLNUM_{it} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} SOPH_{it} \times^R DA_{it} + \alpha_{11} FOLNUM_{it} \times^R DA_{it} + \alpha_{12} AGE_{it} \times^R DA_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

上式中  $\alpha_2$  用来分析应计误定价的存在性,当其显著为负时,表明存在应计误定价, $\alpha_3$  用来分析媒体关注对应计误定价的影响,当其显著为正时,表明假设 H2 成立。其中:

$MISPRICING_{i,t+1}$  表示下一年度的股票误定价,用下一年度规模调整的超额收益  $SAR_{i,t+1}$  和市场调整的超额收益  $MAR_{i,t+1}$  测度。

$MR\_high$  表示媒体关注的哑变量,当上市公司当年媒体关注度高于样本中位数时取 1,否则为 0。 $^R DA$  表示每年按照考虑业绩的修正 Jones 模型计算的操纵性应计的十分位数。

BETA、LNSIZE、BM 表示风险因子控制变量。BETA 表示系统性风险,是利用 CAPM 模型估计所得;LNSIZE 表示规模,用总资产的自然对数测度;BM 表示股东权益的账面市值比,用每股净资产/每股市价测度。

SOPH、FOLNUM、AGE 表示其他控制变量。SOPH 表示投资者认知,借鉴 Collins 等(2003)的文献,当上市公司的年度机构持股大于样本中位数,且持股比例大于 5%时,数值取 1,否则为 0;FOLNUM 表示年度分析师跟踪数,用每年跟踪企业进行盈利评级的分析师数量测度;AGE 表示上市公司所处生命周期,借鉴 Chen 等(2002)的文献,用上市公司成立年限测度。

## 四、实证结果与分析

### (一)媒体关注与盈余操纵

表 1 是媒体关注与盈余操纵的回归结果表,其中 Panel A 是不考虑媒体关注内生性问题,将媒体关注视为外生变量的回归结果。而 Panel B 是考虑媒体关注内生性问题的回归结果,本文中利用工具变量法 IV 估计进行分析。借鉴 Dyck(2008)的媒体关注决定因素发现,本文选择三个外生变量作为媒体关注<sup>R</sup>MR 的工具变量:(1)非流通股比例(Nshare);(2)上市年限(Listyear);(3)控制权类型(Controltype,央企为 2,地方国企为 1,非国有企业为 0)。从 Panel A 的实证结果可见,当不控制内生性问题时,媒体关注对盈余操纵的影响并不稳定和显著,当控制了内生性问题以后,Panel B 的结果显示媒体关注对上市公司的影响操纵行为呈现显著的负向影响。而且当因变量是不同盈余操纵指标时,研究结论也比较稳定,因此,验证了假设 H1 的预期。表明随着媒体关注度的提高,上市公司管理层的盈余操纵行为会得到有效的抑制,进而上市公司会计信息的质量会得到显著提高。就会计信息披露质量而言,媒体关注具有显著的治理效应。

表 1 盈余操纵与媒体关注回归结果

模型	Panel A:不考虑内生性的回归处理				Panel B:考虑内生性的回归处理			
	OLS 回归		LOGIT 回归		IV 回归		IV 回归	
因变量	EM1	EM2	EM3	EM4	EM1	EM2	EM3	EM4
常数项	-3.465*** (-14.178)	-4.560*** (-4.101)	-0.877 (-0.515)	12.984*** (5.047)	-4.124*** (-13.545)	-7.191*** (-5.189)	-4.116 (-1.470)	0.552 (0.117)
<sup>R</sup> MR	0.018 (1.340)	0.111* (1.785)	-0.064 (-0.284)	2.628*** (6.741)	-0.773*** (-3.574)	-3.066*** (-3.115)	-2.982* (-1.787)	-7.277** (-2.296)
EPS	0.042*** (4.361)	0.109** (2.489)	-0.942*** (-5.674)	0.214 (1.020)	0.052*** (5.222)	0.150*** (3.318)	-0.864*** (-4.956)	0.426* (1.853)
GROWTH	-0.000 (-0.397)	-0.001*** (-3.604)	-0.102 (-0.967)	-0.000 (-0.195)	-0.000 (-0.428)	-0.001*** (-3.656)	-0.097 (-0.945)	-0.001 (-0.278)
LEVEL	-0.079** (-1.961)	-0.217 (-1.185)	-1.497*** (-3.791)	6.592*** (9.767)	-0.068* (-1.698)	-0.175 (-0.954)	-1.506*** (-3.836)	6.938*** (10.204)
LNSIZE	0.162*** (15.545)	0.236*** (4.964)	-0.000 (-0.005)	-0.968*** (-8.137)	0.214*** (12.161)	0.442*** (5.527)	0.233 (1.301)	-0.119 (-0.398)
TOP1	0.005*** (9.027)	-0.006** (-2.358)	-0.010* (-1.649)	-0.025*** (-2.664)	0.006*** (9.679)	-0.002 (-0.758)	-0.007 (-1.254)	-0.018* (-1.888)
TOP31	0.052** (2.480)	-0.203** (-2.148)	-0.188 (-0.963)	-1.125*** (-3.471)	0.077*** (3.506)	-0.102 (-1.025)	-0.115 (-0.572)	-0.708** (-2.177)
CEO_SHARE	0.022* (1.787)	-0.085 (-1.549)	0.084 (0.564)	0.020 (0.088)	0.021* (1.738)	-0.087 (-1.593)	0.060 (0.401)	0.085 (0.383)
DUAL	0.009 (0.587)	-0.003 (-0.046)	-0.054 (-0.267)	0.209 (0.754)	0.008 (0.542)	-0.005 (-0.079)	-0.039 (-0.191)	0.385 (1.426)
BIG4	-0.050* (-1.834)	-0.128 (-1.030)	-0.261 (-0.879)	-0.629 (-0.849)	-0.045* (-1.646)	-0.107 (-0.861)	-0.285 (-0.955)	-0.574 (-0.778)
行业、年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5470	5470	5470	5470	5470	5470	5470	5470
adj. R <sup>2</sup>	0.1793	0.0278	—	—	0.1815	0.0294	—	—
Log likelihood	—	—	-1214.462	-483.504	—	—	-1213.392	-506.305
Prob>chi2	—	—	0.000	0.000	—	—	0.000	0.000

注:括号内为 t 值,\*、\*\*和\*\*\*分别表示相关系数在 1%、5%和 10%水平下显著(双尾),下同。

## (二)媒体关注与应计误定价

为了检验媒体关注是否影响会计盈余不同构成部分的定价效率,本文借鉴 Xie(2001)的思路,使用两种方法进行了检验:一是理性预期的 Mishkin 检验;二是股票误定价的多元回归检验。多种方法联合检验使得本文的研究结论具有一定的稳健性。

### 1. Mishkin 检验

Xie(2001)利用 Mishkin(1983)的理性预期检验模型对投资者是否能识别盈余不同成分的差

异进行了检验,其中盈余分成现金流、操纵性应计和非操纵性应计三个部分。他发现投资者无法识别盈余不同成分持续性的差异,于是使用如下的方程进行了检验:

$$EARN_{t+1} = r_0 + r_1 CFO_t + r_2 DA_t + r_3 NDA_t + \epsilon_t \quad (3)$$

$$SAR_{t+1} = \beta(EARN_{t+1} - r_0 - r_1^* CFO_t - r_2^* DA_t - r_3^* NDA_t) + \xi_t \quad (4)$$

其中: $EARN_{t+1}$ 表示 $t+1$ 年的会计盈余, $EARN=(\text{净利润}+\text{财务费用})/\text{期初总资产}$ ;  $SAR_{t+1}$ 表示 $t+1$ 年股票的超额回报,是对单个股票市场回报进行规模调整计算出来的超额收益。 $CFO_t$ 表示 $t$ 年的现金流量, $CFO=\text{经营性现金流量净额}/\text{期初总资产}$ ;  $DA_t$ 表示 $t$ 年的操纵性应计, $DA$ 是利用受业绩影响的修正 jones 模型估计的残差值;  $NDA_t$ 表示 $t$ 年的非操纵性应计, $NDA$ 是利用受业绩影响的修正 jones 模型估计的预测值。同时为了控制异常值对研究结果的影响,本文对模型(3)和(4)中所涉及的变量按照每年从小到大排列的十分位数取值。

模型(3)是预测方程,用来估计盈余构成成分( $CFO$ 、 $DA$ 和 $NDA$ )在下期的持续性系数,模型(4)是价值方程,用来估计市场对盈余构成成分的定价系数。Mishkin 检验采用迭代广义非线性最小二乘法联合估计了这两个方程。理性预期意味着会计应计的持续能力和第二年的超额回报是一致的,而应计误定价则意味着投资者高估了会计应计的持续能力。

表 2 Mishkin Test 结果

Panel A: 全样本市场定价效率检验 (N=5434)							
方程(1): 预测方程			方程(2): 价值方程			差异检验 $r=r^*$	
参数	估计值	渐进标准误	参数	估计值	渐进标准误	差异值	LR 统计值
r1	0.578	0.015	r1*	0.474	0.072	-0.104	2.014
r2	0.497	0.018	r2*	0.658	0.09	0.161*	3.097
r3	0.308	0.017	r3*	0.396	0.082	0.088	1.090
联合检验名称		原假设	LR 统计值		P 值		
应计误定价检验		$r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	16.83***		0.000		
市场效率检验		$r1=r1^*$ 且 $r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	11.469***		0.009		
Panel B: 媒体低报道组样本市场定价效率检验 (N=2728)							
方程(1): 预测方程			方程(2): 价值方程			差异检验 $r=r^*$	
参数	估计值	渐进标准误	参数	估计值	渐进标准误	差异值	LR 统计值
r1	0.577	0.022	r1*	0.473	0.104	-0.104	0.953
r2	0.465	0.027	r2*	0.696	0.13	0.231*	3.026
r3	0.310	0.024	r3*	0.458	0.115	0.148	1.573
联合检验名称		原假设	LR 统计值		P 值		
应计误定价检验		$r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	15.450***		0.000		
市场效率检验		$r1=r1^*$ 且 $r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	9.038**		0.029		
Panel C: 媒体高报道组样本市场定价效率检验 (N=2706)							
方程(1): 预测方程			方程(2): 价值方程			差异检验 $r=r^*$	
参数	估计值	渐进标准误	参数	估计值	渐进标准误	差异值	LR 统计值
r1	0.545	0.02	r1*	0.433	0.097	-0.112	1.269
r2	0.485	0.025	r2*	0.56	0.121	0.075	0.374
r3	0.29	0.024	r3*	0.313	0.113	0.023	0.042
联合检验名称		原假设	LR 统计值		P 值		
应计误定价检验		$r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	4.100		0.129		
市场效率检验		$r1=r1^*$ 且 $r2=r2^*$ 且 $r3=r3^*$	3.469		0.325		

回归结果见表 2。从 Panel A 的全样本结果可见, $CFO$ 的持续性系数为 0.578,市场定价系数为 0.474,表明市场低估了现金流  $CFO$  的持续性。而操纵性应计  $DA$  和非操纵性应计  $NDA$  的定价系数都高于其持续性系数( $0.658>0.497, 0.396>0.308$ ),其中操纵性应计  $DA$  的高估程度相比

较高。另外从应计误定价的联合检验  $r2=r2^*$  和  $r3=r3^*$  来看, LR 统计量为 16.83 并且显著, 表明全样本下, 资本市场存在应计误定价, 另外通过将总应计分解为操纵性应计和非操纵性应计来看, 应计误定价主要是由操纵性应计误定价引起的, 这是因为操纵性应计的定价系数和持续性系数的差异为 0.161, 而且统计显著。而非操纵性应计虽然也被市场高估, 定价系数和持续性系数的差异为 0.088, 但统计上并不显著。最后从市场整体效率的联合检验  $r1=r1^*$  且  $r2=r2^*$  且  $r3=r3^*$  来看, 对于盈余不同成分, 市场整体表现出显著的误定价现象。这些结论表明我国资本市场整体存在着应计误定价, 而这种应计误定价主要是由操纵性应计引起的。Panel B 和 Panel C 则进一步分析了媒体关注和盈余构成成分误定价之间的关系。从定价效率的联合检验来看, 在低媒体关注度样本 Panel B 中, 存在应计误定价 (LR 统计量为 15.450 且显著) 和市场整体错误定价 (LR 统计量为 9.038, 在 5% 水平上显著)。但在高媒体关注度样本中, 我们发现应计误定价消失 (LR 统计量为 4.100, 统计上不显著), 市场整体定价有效 (LR 统计量 3.469, 统计上不显著)。通过对盈余构成成分的详细分析可见, 现金流 CFO 和非操纵性应计 NDA 在媒体关注度不同的状态下, 市场定价效率状况一致, 但操纵性应计 DA, 在低媒体关注度状况下的持续性和定价系数的差异显著为 0.231, 统计上显著, 而在高媒体关注组的持续性和定价系数的差异显著为 0.075, 统计上不显著, 这表明相对低媒体关注度而言, 高媒体关注组应计误定价消失和市场效率提升的主要原因是伴随媒体关注度的提高, 操纵性应计的市场定价效率提高所致。

表 3 多元回归结果

因变量	Panel A: 规模调整的超额收益 $SAR_{t+1}$			Panel B: 市场调整的超额收益 $MAR_{t+1}$		
	栏目 1	栏目 2	栏目 3	栏目 1	栏目 2	栏目 3
常数项	-0.237 (-1.008)	-0.200 (-0.796)	-0.158 (-0.614)	0.705*** (2.930)	0.567** (2.210)	0.605** (2.305)
MR_high	-0.060 (-1.324)	-0.059 (-1.312)	-0.067 (-1.440)	-0.082* (-1.770)	-0.078* (-1.684)	-0.087* (-1.821)
$^RDA$	-0.011** (-2.188)	-0.011** (-2.136)	-0.018* (-1.703)	-0.011** (-2.076)	-0.011** (-2.032)	-0.017 (-1.575)
MR_high $\times$ $^RDA$	0.007*** (2.917)	0.006 (1.482)	0.008** (2.034)	0.005*** (3.744)	0.006 (1.458)	0.007* (1.840)
BETA	0.081 (1.641)	0.084 (1.643)	0.086* (1.677)	0.152*** (3.015)	0.130** (2.487)	0.132** (2.522)
LNSIZE	0.006 (0.598)	0.003 (0.215)	0.002 (0.204)	-0.043*** (-3.964)	-0.036*** (-3.005)	-0.036*** (-3.010)
BM	0.213*** (5.697)	0.224*** (5.753)	0.224*** (5.733)	0.146*** (3.812)	0.134*** (3.363)	0.133*** (3.347)
SOPH		0.011 (0.447)	0.025 (0.475)		-0.017 (-0.671)	0.002 (0.034)
FOLNUM		0.000 (0.375)	0.001 (0.618)		-0.001 (-1.386)	-0.000 (-0.198)
AGE		0.003 (1.105)	-0.002 (-0.307)		0.003 (1.022)	-0.002 (-0.287)
SOPH $\times$ $^RDA$			-0.002 (-0.290)			-0.003 (-0.388)
FOLNUM $\times$ $^RDA$			-0.000 (-0.526)			-0.000 (-0.542)
AGE $\times$ $^RDA$			0.001 (0.936)			0.001 (0.867)
N	4724	4719	4719	4724	4719	4719
adj. $R^2$	0.0316	0.0319	0.0322	0.0329	0.0401	0.0402

## 2. 多元回归分析

表 3 是媒体关注与应计误定价的多元回归结果。由结果可见, 操纵性应计的十分位数  $^RDA$  的

回归系数全部为负且显著,操纵性应计和股票的超额收益存在显著负向关系,表明我国资本市场存在显著的应计误定价。而媒体关注与操纵性应计的交乘项  $MR\_high \times RDA$  的回归系数全部为正,且基本显著,表明随着媒体关注度的提高,上市公司应计误定价的情况会得到显著抑制。媒体关注和应计误定价之间存在负向关系。

综合以上的研究结论,本文从会计信息的披露方面,验证了媒体关注具有治理效应的推测。研究发现媒体关注的治理机制是:媒体关注度的提高会使得上市公司管理层盈余操纵的声誉成本以及被发现概率提高,因此抑制了管理层的主观盈余操纵行为,而盈余操纵行为的减少又进一步提高了会计盈余信息的质量,最终导致了市场对其构成成分定价效率的提升。

## 五、研究结论与启示

“阳光是最好的杀毒剂”,在当前我国市场化改革的深化阶段,加强媒体的外部监督对推进我国上市公司治理具有重要意义。本文以上市公司资讯网新闻条数排名作为媒体关注度的代理变量,考察了媒体对我国 A 股市场上公司的盈余操纵行为以及应计误定价之间的关系,得出以下结论:

(1)在控制内生性问题以后,发现媒体关注与上市公司盈余操纵呈负向关系,表明从会计信息的披露来看,媒体关注对于抑制上市公司管理层的盈余操纵行为具有重要治理效应,媒体关注度的提高能够改善上市企业的盈余信息质量。

(2)通过 mishkin 检验发现我国 A 股市场整体上存在着应计误定价现象,并且这种应计误定价主要是由操纵性应计误定价所引起的。这表明管理层的盈余操纵行为是应计误定价的重要成因。

(3)通过对媒体关注与应计误定价之间关系的多种方法联合检验,发现媒体关注和应计误定价之间存在显著的负向关系,表明媒体关注度的提高能够有效提高市场对会计盈余构成信息的定价效率,减少应计误定价情况的出现。因此,综合来看,媒体关注在会计信息的披露方面具有显著的治理效应,其作用机制是首先通过抑制管理层主观盈余操纵行为提高了会计信息的质量,进而提高了市场对会计信息的定价效率,减少了应计的误定价情况的出现。

本文的研究结论表明,在中国法律体制不健全、市场处于转轨经济的政策环境下,媒体关注从会计信息的披露方面对市场参与者行为及其股票定价都产生了显著的影响。媒体作为法律外的治理机制对我国上市公司治理乃至资本市场的建设具有重要的意义。因此,通过市场化改革的深化进一步强化媒体的“第四方权力”,推动其社会功能的完善对于保护我国中小股东利益具有重要的战略价值。

### 参考文献:

1. 李培功、沈艺峰:《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》2010年第4期。
2. 李远鹏、牛建军:《退市监管与应计异象》,《管理世界》2007年第5期。
3. 李小晗、张鸣:《投资者注意力与应计异象》,《中国会计与财务评论》2011年第2期。
4. 刘云中:《中国股票市场会计盈余和会计应计量信息的反映》,《中国软科学》2003年第11期。
5. 权小锋、吴世农、文芳:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》2010年第11期。
6. 王克敏、王志超:《高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究》,《管理世界》2007年第7期。
7. 张昕、杨再惠:《中国上市公司利用盈余管理避免亏损的实证研究》,《管理世界》2007年第9期。
8. 郑志刚:《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》2007年第9期。
9. Barber, Brad M. and B. T. Odean, All That Glitters: the Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, *Reviews of Financial Studies*, Vol. 21, 2008, pp. 785—818.
10. Ball R, Shivakumar L, The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, 2006, pp. 207—242.



11. Chen, S., M. L. De Fond, and C. W. Park, Voluntary Disclosure of Balance Sheet Information in Quarterly Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, 2002, pp. 229—251.
12. Collins, D. W., G. Gong, and P. Hribar, Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, 2003, pp. 251—276.
13. Core, J., Holthausen, R. and Larcker, D., The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, 2008, pp. 1—25.
14. DeFond, M. L. and C. W. Park, The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. *The Accounting Review*, Vol. 76, 2001, pp. 375—404.
15. Dyck, A., Volchkova, N. and Zingales, L., The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *Journal of Finance*, Vol. 63, 2008, pp. 1093—1135.
16. Miller, G., S, The Press as a Watchdog for Accounting Fraud. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, 2006, pp. 1001—1033.
17. Mishkin, F., A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Markets Models. Chicago, IL: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, 1983.
18. Richardson, S., R. Sloan, T. Soliman and I. Tuna, Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 2005, pp. 437—485.
19. Xie, H, The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, Vol. 76, 2001, pp. 357—373.

## Study on Governance Effect and Mechanism of Media Attention

QUAN Xiaofeng (College of Business, Soochow University, 215021)

WU Shinong (School of Management, Xiamen University, 361005)

**Abstract:** Can media attention reflect the corporate governance role, as a system outside the law? If it can, then what is governance mechanism? Using the data of China listed-stock companies from 2004 to 2008, the authors investigate the relationship of media attention, earnings manipulation and the mispricing of accruals by focusing on the disclosure of accounting information. Results show that: 1) firms that receive more media attention exhibit lower degree of earnings manipulation under controlling endogenous problems, indicating that media attention has a corporate governance effect in Chinese stock market; 2) using the Mishkin and hedge-portfolio test methods Sloan employs, the authors find that stock price in Chinese stock market couldn't rationally reflect the one-year-ahead earnings implications of total accruals and abnormal accruals estimated from ROA-adjusted modified Jones model. In conclusion, media attention has a corporate governance effect in Chinese stock market. Media attention could restrain the earnings-manipulating behavior of the management, improve the accounting information quality, promote pricing efficiency of stock market for different earnings composition and lower the mispricing degree of accruals.

**Keywords:** Media Attention, Earnings Manipulation, the Mispricing of Accruals

责任编辑:老 牛